

4.5. Новации корпоративного управления: нестабильный спрос

Движущими силами современной реформы корпоративного законодательства, охватившей многие страны мира, объективно являются интернационализация и конкуренция, быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре, появление новых отраслей, развитие финансовых рынков и новых технологий. При этом на уровне реформы законодательства о компаниях доминирующие подходы заметно различаются и зависят от социального статуса авторов: реформа советов директоров (традиционная англосаксонская доктрина), усиление роли частных и институциональных акционеров (как ответ на глобализацию рынков и современные технологии), разработка законов и правил для «групп компаний» (прежде всего со стороны судей и регуляторов ряда стран континентальной Европы), сотрудничество с наемными работниками «на заводе и в совете директоров», защита прав акционеров и инвесторов как абсолютный приоритет в интересах экономического роста и преобразований, главенство рынка над негибкими национальными законами и доктринами (представители современной экономической теории)⁵⁹.

Все в большей степени влияют на традиционное законодательство различные национальные и международные кодексы корпоративного управления, появившиеся в 1990-е – начале 2000-х годов⁶⁰. Скандалы, связанные с Enron, рядом других крупных компаний, инвестиционных банков и аудиторских фирм США, Германии, Франции, Италии, Швеции, Японии, Южной Кореи и ряда других стран, придали новый импульс дискуссии о реформе корпоративного управления уже к середине первого десятилетия нового века. Значимость проблемы подчеркивается тем, что вопросы реформы корпоративного управления вышли за национальные рамки и стали предметом внимания ОЭСР (Принципы корпоративного управления, 1999 г., с редакцией 2003 г.), ЕС (создание группы экспертов по реформе законодательства о компаниях в 2001 г., разработка Плана действий 2003 г.), встреч «большой восьмерки» после 2000 г.

Для России, как и для других переходных экономик, характерна определенная эволюция как объективных экономико-правовых особенностей, так и восприятия данного института различными заинтересованными субъектами⁶¹.

⁵⁹ Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective // Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7–8 December 2000.

⁶⁰ Gregory H.J. The globalization of corporate governance. Weil, Gotshal and Manges LLP, 2001; Gregory H.J. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States. Weil Gotshal and Manges LLP, 2002.

⁶¹ К настоящему времени в России и за рубежом существует столь обширная литература по данной тематике, что любые отсылки были бы неполны. См., например: Долгопята Т.Г., ред., Российская промышленность: институциональное развитие. М., 2002; Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России. М., Экономика, 2003; Радыгин А., Энтов Р. и др. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпора-

Иностранные институциональные инвесторы в России 1990-х годов (как институциональные инвесторы в США 1980-х годов) являлись, по сути, единственным источником генерации интереса к данной тематике. После 2000 г. они со всей очевидностью уступили пальму первенства крупнейшим российским компаниям (прошедшим в свое время приватизацию или вновь созданным), однако именно их активность прошлого десятилетия привела к появлению сегодня весьма разветвленной инфраструктуры в области корпоративного управления: подразделений в международных финансовых и иных организациях, рейтинговых агентств, ассоциаций по защите прав инвесторов и т.д. Несмотря на определенный спад в сфере корпоративных инициатив со стороны российского бизнеса в 2004–2005 гг., данная инфраструктура уже живет самостоятельной жизнью, «подпитывая» многочисленные исследовательские центры, юридические и консалтинговые компании.

Для *органов государственной власти* характерным является либо косвенное торможение положительных изменений на уровне компаний («негативные сигналы» для инвестиционного климата в целом, типичные для середины наступившего десятилетия), либо хроническое отставание при решении назревших проблем непосредственно в сфере корпоративного управления (например, практически все поправки в Закон «Об акционерных обществах», внесенные после 2000 г., арбитражно-процессуальные новации и др.). Нынешний опыт продемонстрировал также весьма сильную зависимость уровня активности государства в данной сфере от интересов конкретных персоналий. При этом тематика корпоративного управления сохраняет свое значение как один из весьма ограниченного числа способов демонстрации активности правительства в сфере институциональных реформ.

Определенная эволюция характерна для *специальных (академических) исследований* в данной сфере. Первые работы по корпоративному управлению в странах с переходной экономикой закономерно стали выходить по мере завершения наиболее масштабных приватизационных программ. Преимущественно речь шла о корпоративном управлении как существенном, но в то же время не ключевом компоненте реформы предприятий, причем преимущественно в общеобразовательном ключе. В конце 1990-х – начале 2000-х годов акценты несколько сместились: под действием целого ряда факторов эта тематика оказывается в списке приоритетных задач дальнейших реформ в переходной экономике. Одновременно приходит осознание того, что национальные модели, так или иначе формирующиеся в различных странах (причем не только переходных), весьма далеки от совершенства даже в том случае, если приватизационные модели в свое время подавались как эталонные.

тивного управления. М., ИЭПП, 2004; Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998–2002. М., Дело, 2003 гл. 12–13, С. 441–522; Radygin A., Shmeleva N. Main Corporate Governance Mechanisms and Their Specific Features in Russia // The Economics of Russian Transition. Ed. by Y.Gaidar. Foreword by S.Fischer. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2003, Ch.15, pp. 461–510.

К середине нового десятилетия от общих постановочных задач дискуссия постепенно переходит в сферу идентификации наиболее одиозных «провалов» и решения конкретных проблем. Появилось значительное число исследований эмпирического характера, изучающих практику внедрения норм и стандартов корпоративного управления, взаимосвязи корпоративного управления и тех или иных преобразований на уровне предприятий⁶². Вместе с тем круг проблем, описываемых в терминах корпоративного управления, остается по-прежнему гипертрофированно широким. Более того, в последние годы вышел целый ряд монографий и статей, включающих в свое название термин «корпоративное управление», но не имеющих к этому вопросу никакого отношения. Часто понятие «корпоративное управление» подменяется тематикой корпоративного менеджмента, корпоративного права или реструктуризации компаний, в том числе в отдельных отраслях экономики. Напротив, целый ряд весьма актуальных, но сугубо специальных вопросов во многом остается за рамками академических исследований.

Подлинный сдвиг в данной области произошел лишь в начале 2000-х годов, когда вопросы корпоративного управления стали представлять интерес для *крупнейших российских компаний* (корпоративных групп). Продолжающиеся процессы концентрации акционерного капитала, объединения предприятий и реорганизации уже созданных бизнес-групп (холдингов), внутри- и межотраслевая экспансия, обеспечение доступа к действительно внешним источникам финансирования за рубежом стали главными тенденциями институционального развития корпоративного сектора России в 2000-х годах.

В первой половине нынешнего десятилетия целый ряд крупнейших компаний («ЮКОС», «ЛУКОЙЛ», «Вимм-Билль-Данн», АФК «Система», «Норильский Никель», Магнитогорский металлургический комбинат, «СУАЛ») раскрыл информацию о своих бенефициарных собственниках. Увеличилась доля независимых директоров в советах российских компаний, в число которых вошли представители зарубежных деловых кругов. «ЮКОС» стал первой российской компанией, в совете директоров которой независимые директора составили большинство, а ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» – первой российской компанией, в совете директоров которой большинство составили независимые директора – иностранцы. Некоторые российские компании выплатили значительные дивиденды своим акционерам (хотя типичные в 2002–2005 гг. для некоторых компаний миллиардные дивиденды никак не связаны с улучшением корпоративной практики). «ЛУКОЙЛ» стал первой российской компанией, опубликовавшей положение о своей дивидендной политике, «Норильский Никель» первым публично раскрыл размер вознаграждения каждого

⁶² В частности, наиболее емкие эмпирические исследования по России в 2000–2004 гг. проводили Бюро экономического анализа (БЭА), Российский институт директоров (РИД), Институт экономики переходного периода (ИЭПП), Российский экономический барометр (РЭБ), Международная финансовая корпорация (IFC), Высшая школа экономики (ГУ-ВШЭ), Всемирный банк, Центр экономических и финансовых исследований и разработок (CEFIR) и некоторые другие организации.

члена совета индивидуально, РАО «ЕЭС» первым внедрило правила сделок с акциями компании, участниками которых являются ее высшие менеджеры и члены совета директоров⁶³.

Практика наступившего века внесла существенный нюанс и в систему принятия решений. Так, в 1990-х – начале 2000 годов принятие ключевых решений происходило по «*партнерскому*» принципу: исключительно в кругу фактических партнеров, полностью контролирующих бизнес-группы без оглядки на миноритариев. Появление в некоторых крупнейших компаниях действительно внешних акционеров (аутсайдеров), как правило иностранных, с пакетом акций от 3–4 % создает объективные условия для возникновения иного механизма принятия стратегических решений – действительно *корпоративного*, так как соответствующие решения должны приниматься с учетом мнения таких аутсайдеров. Очевидно при этом, что их появление в группе инициируется самими партнерами, а не является наследством массовой приватизации или промежуточным результатом корпоративного захвата. В определенном смысле можно говорить о *появлении нового типа аутсайдеров в системе российского корпоративного управления*. В более широкой постановке можно, по всей видимости, говорить о наметившейся в ряде крупнейших компаний (групп) тенденции к переходу от «олигархических» к «публичным» корпоративным принципам⁶⁴.

В этой ситуации можно было бы прогнозировать дальнейший рост реального спроса на новации в сфере корпоративного управления, однако *восприятие компаниями новаций в сфере корпоративного управления имеет свои объективные ограничения*.

Во-первых, достаточно очевидно, что формирующаяся структура крупнейших корпоративных групп (в том числе степень их прозрачности) и преследуемые в рамках программ реструктуризации цели в значительной степени обусловлены конкретным этапом развития предприятия (группы предприятий). При этом развитие стандартов корпоративного управления прямо связано с той или иной реорганизационной и долгосрочной стратегией компаний. Особенности последней, как показывает опыт после 2000 г., обу-

⁶³ См., например: Голикова В., Бурмистрова М. Обзор тенденций в области корпоративного управления в России. Круглый стол «Корпоративное управление в России» (ОЭСР), Москва, 2–3 октября 2003 г.

⁶⁴ Этот относительно новый процесс пока характерен по меньшей мере для 1/3 из 20 крупнейших добывающих компаний России (без участия государства). Суть его состоит в постепенном расширении акционерной базы посредством продажи части акций крупнейшими акционерами («партнерами», «олигархами») на открытом рынке. Мотивы крупнейших акционеров разнообразны, но часто весьма далеки от привлечения инвестиций: легализация остающихся под контролем (в собственности) долей, двойной финансовый эффект от продажи части акций – прямая выручка от размещения и компенсация в денежном выражении за счет значительного увеличения капитализации, повышение прозрачности доходной части бюджета компаний (относительно рискованное осуществление «серых» и иных схем оптимизации становится бессмысленным при возрастании числа «чужих» акционеров, которые, сами не неся никакого риска, могут претендовать на дополнительные бенефиции).

словлены также представлениями владельцев групп об особенностях их международной экспансии в ближайшие годы.

Во-вторых, необходимо указать на явный количественный разрыв между компаниями – «адептами» новаций корпоративного управления и теми, кто слабо представляет себе данную тематику. В начале 2000-х годов, как показывают различные опросы, подавляющее большинство (80–90%) «рядовых» российских компаний имели весьма смутное представление о преимуществах и принципах (стандартах) эффективного корпоративного управления. К середине десятилетия уровень информированности заметно повысился, однако готовность к новациям остается почти неизменной. При этом уровень информированности крупных и крупнейших компаний изначально был существенно более высоким. Так, уже в 2002 г., по данным РИД, более 1/3 из 200 крупных компаний заявляли о своем достаточно подробном знакомстве с Кодексом корпоративного поведения. Тем не менее значительный разрыв в уровне готовности к фактическим новациям имеется и в самой группе наиболее информированных крупнейших компаний, которые с долей условности могут быть отнесены к «малой группе» компаний с продвинутой практикой корпоративного управления.

Как показывают ежегодные (2002–2005 гг.) исследования уровня информационной прозрачности крупнейших российских компаний, которые проводит агентство Standard&Poor's, среди лидеров со всей очевидностью доминируют компании, которые, во-первых, создавались «с нуля» (вне приватизации) и, во-вторых, относятся к узкой группе компаний, публично привлекающих средства на международном финансовом рынке и, как правило, имеющих листинг в США. Вывод о наиболее непрозрачных аспектах деятельности компаний совпадает с данными других опросов и рейтингов: структура собственности, вознаграждение менеджмента и отношения с инвесторами. По всей видимости, существует и определенная взаимосвязь между достигнутыми уровнями концентрации акционерного капитала и прозрачности в отношении структуры собственности компании.

В 2005 г. средний индекс прозрачности 54 крупнейших российских компаний составил 50% против 46% в 2004 г. и 40% в 2003 г. В 2002 г. среди 42 крупнейших российских компаний 2 компании, являющиеся лидерами, раскрывали свыше 70% необходимой информации (это примерно соответствует уровню раскрытия информации многих западноевропейских фирм – например, средний индекс Standard&Poor's для британских компаний составлял в 2003 г. 71%), а компании, занимающие 3 последних места, – около 10%. Средний уровень соответствовал показателям компаний стран Латинской Америки. В 2005 г. 6 компаний-лидеров раскрывали около 75% информации, а компании, занимающие 6 последних мест, – в среднем около 17%. Хотя определенный прогресс среди «голубых фишек» имеет место, данный рейтинг не дает представления об общей картине, типичной для российских предприятий. Во-первых, в него входят только те компании с ликвидными акциями, которые «формируют» порядка 90% капитализации фондового рынка России.

Во-вторых, условность данного рейтинга связана как с его «инвестиционной» ориентацией (т.е. расчетом на конкретный сегмент потребителя – западных институциональных инвесторов), так и с объективными ограничениями, свойственными для любого рейтинга такого рода⁶⁵.

В-третьих, указанный прогресс сам по себе носит весьма формальный характер (создание формального имиджа, часто далекого от реальной позитивной практики). Позитивные изменения пока связаны прежде всего с количественным аспектом проблемы – расширением объемов раскрываемой информации, числом независимых директоров и комитетов в совете директоров и т.п. (в частности, под давлением новых требований и рекомендаций ФСФР к листингу 2004 г.), тогда как качественные аспекты (минимизация рисков нарушения прав миноритариев, оптимизация органов управления, дивидендная политика, внутренний контроль, бенефициарные собственники и др.) затронуты слабо. В определенной степени это связано с большей ориентацией российских компаний на поиск заемного капитала, чем на недолговое акционерное финансирование. Соответственно, требования кредиторов (прежде всего прозрачная консолидированная отчетность) являются приоритетными по отношению к проблемам миноритарных акционеров⁶⁶. Отдельной проблемой является оптимизация качественных сторон корпоративного управления в компаниях с государственным участием.

В этой связи важно отметить, что согласно современным теоретическим подходам степень рыночного развития определяется в том числе и тем, какую часть информации рынок может получить с помощью децентрализованных механизмов⁶⁷. Чем более развит рынок, тем шире круг информации, которую сообщает о себе фирма в регулярном режиме, и тем надежнее эта информация.

Хотя российское корпоративное законодательство – при наличии целого ряда серьезных пробелов – можно оценивать как вполне развитое, *одних только правовых новаций отнюдь не достаточно для повышения уровня корпоративного управления*. Не меньшее значение имеют внутрикорпоративные инициативы и корпоративная культура. Если достижения в области корпора-

⁶⁵ Например, ежегодный рейтинг 20 публичных нефтегазовых компаний мира по корпоративному управлению (Energy Intelligence, США) строится на основе следующих критериев: число директоров, разделение функций главы компании и председателя совета директоров, независимые директора, доля собственности директоров в капитале компании, независимый аудит, комитеты по выдвижению в совет директоров и определению вознаграждения, частота переизбрания директоров. При этом, как объективно отмечают авторы исследования, "можно замечательно соответствовать стандартам корпоративного управления, но не следовать им, точно так же, как можно превосходно управлять компанией, при этом не удовлетворяя шести критериям". Так, например, Enron по методологии Energy Intelligence набрал бы в 2001 г. 81,8% и вышел бы на 1-е место (Ведомости, 16 января 2004 г.).

⁶⁶ См.: Башун В., Горбовцов С. В ожидании спроса // Эксперт. 2005. № 12. С.52, а также проект «Национальный рейтинг корпоративного управления» консорциума «РИД-Эксперт РА» (www.rid.ru, www.raexpert.ru).

⁶⁷ Acemoglu D., Zilibotti F. Information Accumulation in Development // Journal of Economic Growth. 1999. Vol. 4. Issue 1. March. pp. 5ff.

тивной культуры есть продукт длительного исторического развития, то для конкретных инициатив на уровне компании должны сложиться объективные условия. В России же основная причина неприятия новаций заключается именно в объективных особенностях национальной российской модели, в высокой степени актуальных и в наступившем тысячелетии: относительно высоком уровне концентрации собственности, фактической «закрытости» основной массы компаний (формально являющихся ОАО), организации бизнеса в форме группы компаний, слиянии функций менеджмента и собственника, самофинансировании, «карманных» советах директоров, отсутствии или неэффективности внешних механизмов и ряде других.

Наконец, существует явная зависимость прогресса в области корпоративного управления от общего состояния дел в сфере защиты прав собственности, или, более узко, от сигналов, исходящих от государственной власти. «Дело “ЮКОСа”» 2003–2005 гг. стало важнейшим фактором «замораживания» как дальнейшего прогресса в сфере повышения прозрачности крупных российских компаний, так и прогресса в сфере корпоративного управления в целом.

В итоге можно выделить три весьма условных этапа становления «российских стандартов» корпоративного управления: «дикий» период 1990-х годов, явный (по крайней мере формальный) прогресс в начале 2000-х годов, определенное «замораживание» дальнейших корпоративных инициатив в середине нового десятилетия. Последний процесс наиболее очевиден, если рассматривать крупнейшие компании. Политические факторы в первую очередь повлияли на развитие *качественных новаций* (прозрачность структуры собственности, бенефициарные владельцы, финансовая открытость и др.). Вместе с тем следует указать и на ряд объективных моментов: завершение создания адекватной (в свете представлений каждой конкретной компании) инфраструктуры, обеспечивающей корпоративный имидж (кодексы, внутренние регламенты, квоты для независимых директоров, комитеты, корпоративные секретари и т.д.). Крупный частный бизнес весьма быстро адаптировался к новым правилам середины нового десятилетия, что проявилось в том числе в некотором росте внутрикорпоративных инициатив в 2005 г. (прежде всего в связи с ростом числа IPO). Тем не менее дальнейшие *новации инфраструктурного типа* объективно могут носить лишь косметический характер, а уровень дальнейшего развития *качественных инициатив* прямо обусловлен финансовыми потребностями и политическими факторами. Определенный «инерционный» спрос на новации в настоящее время может быть предъявлен прежде всего от относительно узкого круга компаний «второго эшелона», которые готовы к выходу на финансовый рынок.